KAIROS
il Rosso e il Nero
Settimanale di strategia
19 novembre 2026

AMMESSO E NON CONCESSO

Se è una bolla, come può finire?



J. Chamberlein. Toy. 1961

Il numero di chiavi inglesi gettate nell'ingranaggio possente del rialzo azionario e, in particolare, dei settori legati all'AI sta diventando piuttosto alto. Non si può non prenderlo in considerazione.

Semplificando, ci sono tre atteggiamenti possibili.

1) Sostenere che l'ingranaggio è così forte e così lanciato che potrà essere temporaneamente rallentato, ma non arrestato

2) Sottolineare la robustezza delle chiavi inglesi e il loro effetto combinato per affermare che l'ingranaggio sta per rompersi

3) Constatare che i danni causati dalle chiavi inglesi sono seri ma non fatali per concludere che l'ingranaggio andrà periodicamente spento e sottoposto a revisione

Vediamo, per cominciare, la natura di queste chiavi inglesi.

La prima è l'inflazione. Il Covid è passato da un pezzo, ma l'inflazione non è più tornata ai livelli del decennio scorso e nemmeno al 2 per cento. Al pubblico è stato detto per anni che era temporanea, ma non è stato così. Il pubblico ha perso la pazienza quasi subito, i mercati l'hanno mantenuta più a lungo perché un po' d'inflazione faceva comodo anche a loro. La guerra ha però prodotto una riaccelerazione. All'inizio questa è stata limitata a energia e alimentari, ma gli ultimi dati mostrano un allargamento alla parte core.

La seconda chiave inglese è la politica monetaria. Abbiamo visto, in questo decennio, che ci può essere inflazione elevata accompagnata da politica monetaria espansiva (2021, 2025-26), il massimo del positivo per i mercati. A un certo punto, però, anche la banca centrale più pro-crescita deve prendere atto del surriscaldamento e frenare (2022, 2026-27). Da qualche tempo, provocare una correzione azionaria è parte dell'armamentario della politica monetaria e permette di limitare il numero dei rialzi dei tassi.

La terza chiave inglese sono le elezioni di midterm. Per varie ragioni. La prima è la chiara indicazione degli elettori, che hanno messo l'inflazione in testa alle loro preoccupazioni. La seconda, anch'essa espressa chiaramente dagli elettori, è l'opposizione ai data center. La terza è che, in questi



J. Chamberlein. Three-Cornered Desire. 1979

prossimi due anni di coabitazione tra Casa Bianca repubblicana e Congresso democratico, economia e politica monetaria sono figlie di nessuno. Se la borsa scende, Trump può dire che è colpa dell'arrivo dei democratici. Questi, dal canto loro, possono dire che il bear market è la conferma degli errori di Trump. Gli elettori, storicamente, attribuiscono colpe e meriti alla Casa Bianca, non al Congresso, il che dà ai democratici, in particolare per il 2028, un incentivo a non sostenere più di tanto la crescita economica.

La quarta chiave inglese è lo scontro politico sempre più evidente sull'AI. È uno scontro trasversale. Da una parte Trump, Jensen Huang e l'ala destra di Silicon Valley (Musk, Andreessen, Sacks, Thiel), favorevoli a una AI aperta nei suoi modelli e libera di crescere alla massima velocità perché solo così si può battere la Cina. Dall'altra il Congresso democratico, Rubio, Bessent, Anthropic e gli hyperscalers, favorevoli a modelli chiusi, disponibili in futuro a una nazionalizzazione di fatto del settore (simile a quella di tutte le società della difesa) e a una chiusura completa nei confronti della Cina, che solo così può essere battuta. Tutti, come si vede, vogliono battere la Cina, ma per vie profondamente diverse.

Dopo midterm, il secondo schieramento ha condotto, finora con importanti successi, un'offensiva lampo a 360 gradi. Ha conquistato il Congresso e molte giurisdizioni locali, ha quasi nazionalizzato Nvidia, ha collocato bene Anthropic, ha prodotto immediatamente nuove leggi contro le esportazioni di tecnologia verso la Cina, si prepara a lanciare una autorità federale di controllo che promuoverà i modelli chiusi.

L'AI, nel frattempo, si sdoppia sempre più in una AI legata alla sicurezza nazionale e in una AI commerciale. La prima manterrà il controllo delle tecnologie di frontiera e lascerà il resto alla seconda. Tenere legati i laboratori all'apparato della sicurezza ne potrà limitare la profittabilità, ma offrirà in cambio la put della nazionalizzazione.



John Chamberlain. Splendid Actor. 1989

Per i mercati elaborare tutte queste novità richiederà tempo e una lunga serie di rotazioni interne.

Parlavamo all'inizio di tre possibili atteggiamenti. Il primo (l'ingranaggio è così lanciato che non potrà essere fermato, al massimo rallentato) è quello ufficiale di grandi case come Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS che indicano per il 2027 un target di 8700-8800. Il ragionamento è lineare. Non ci sarà recessione, gli utili, pur rallentando, continueranno a crescere molto bene, i tassi faranno un po' da freno, ma da un certo punto in avanti torneranno a scendere, i multipli si contrarranno poco.

Il secondo atteggiamento (l'ingranaggio si è rotto) è promosso dai permabear ma è anche visibile, tra le righe, nel linguaggio paludato di alcuni banchieri centrali. Warsh che dice che i mercati devono fare la loro parte nel controllo dell'inflazione e Christine Lagarde che afferma che la correzione nell'AI è solo cominciata vanno in questa direzione. Un piccolo 2022, insomma, in cui la correzione azionaria aiuta a limitare la necessità di una correzione

seria della crescita.

Il terzo atteggiamento (l'ingranaggio non è rotto ma richiede di essere periodicamente spento per revisioni) ci sembra rispecchi meglio degli altri la complessità dal quadro attuale in cui, non dimentichiamo, il fuoco della guerra cova ancora sotto la cenere. Le chiavi inglesi pesano, e come, ma possono anche produrre, dopo un periodo di purgatorio, due esiti positivi.



J. Chamberlein. Rev. E. Piscopalian Swifty. 2005

Il primo è che l'inflazione, se non riesplode la guerra, scenderà per tutto l'anno prossimo e raggiungerà verosimilmente il 2 per cento alla fine del 2027. I bond lunghi, in questo contesto, diventano ogni giorno più interessanti.

Il secondo è che l'AI, sul piano finanziario, attraverserà, come sottolineano Roubini e Yardeni, una fase di risistemazione, alla fine della quale uscirà più solida. Non ci sarà necessariamente uno sgonfiamento generalizzato della bolla in stile dotcom 2000-2003. Non tutti i soggetti usciranno, come successe allora, falliti o stremati nelle loro valutazioni. Ci sarà una riduzione della circolarità e della leva. Questo farà male, in qualche caso molto male, alle società finanziariamente più fragili. Farà al contrario bene ai grandi gruppi diversificati che rallenteranno i loro investimenti risparmiando cassa. La domanda di capacità di calcolo, che venga dagli apparati della sicurezza o dal settore privato, continuerà dal canto suo a crescere velocemente. Se la costruzione di nuovi data center rallenterà, il prezzo della capacità di calcolo ne avrà un supporto.



John Chamberlein. Fourdoorcoupe. 2007

Un mercato azionario laterale e volatile, nei prossimi mesi, sarà il prezzo da pagare. Non necessariamente un bear market, quindi. Sarà bene diversificare molto, soprattutto dento la tecnologia.

Un'ultima considerazione su oro e rame in caduta. C'è in giro una certa carenza di liquidità. I tassi salgono, il dollaro si rafforza, la volatilità delle borse e dei bond fa crescere il Var e costringe a un disimpegno sulle posizioni più esposte, le emissioni quasi quotidiane di nuovi bond legati all'AI e i collocamenti azionari giganti assorbono tutti liquidità. Le banche centrali per ora non intervengono, considerano il sistema sufficientemente solido e vedono positivamente il fatto che si decongestioni.

Alessandro Fugnoli
Strategist

Kairos Partners SGR SpA
Via San Prospero, 2
20121 Milano - Italia
T +39 02 77718.1
www.kairospartners.com

Disclaimer
Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.
La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consu-lenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce solleci-tazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.
Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.